

The HUB

NEWS AND VIEWS FOR INSTITUTIONAL INVESTORS

Festverzinsliche Wertpapiere: Wie man "konservatives Alpha" generiert

Der Euro-Kreditmarkt bietet Chancen für aktive Manager mit einem bewährten Prozess und umfassenden Datenanalysefähigkeiten

Dies ist kein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Produkts. Anlagen in Krediten sind mit Risiken verbunden, wie z.B. Änderung der Zinssätze - Kreditrisiko - Derivat-/Gegenparteirisiken - Nachhaltigkeitsrisiko. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Trotz ihrer relativen Reife sind Kredite nach wie vor eine relativ ineffiziente Anlageklasse, die aktiven Anlegern zahlreiche Möglichkeiten bietet, die Benchmark-Indizes zu übertreffen.

Die Frage ist nur, wie diese Chancen genutzt werden können. Aktives Management in Verbindung mit einer konservativen Anlagephilosophie hat das Potenzial, hohe risikobereinigte Renditen zu erzielen.

Wie der Wert von Krediten auf dem Tisch bleibt

Betrachten wir die Ineffizienzen der Kreditmärkte, die sie zu einem potenziell glücklichen Jagdrevier für aktive Anleger machen.

Erstens ist der Kreditmarkt nach wie vor überwiegend ein ausserbörslicher Markt, der weniger Transparenz bietet als beispielsweise der Aktienmarkt. Obwohl die Innovation im Handel mit festverzinslichen Wertpapieren weiter voranschreitet, wird es wahrscheinlich noch einige Jahre dauern, bis die

Mehrzahl der Transaktionen mit festverzinslichen Wertpapieren an Börsen abgewickelt wird.

Zweitens haben die volumenmässig grössten Käufer des Kreditmarktes - die Versicherungsgesellschaften - lange Anlagehorizonte, da sie häufig Anleihen kaufen, um ihre Cashflows an die Verbindlichkeiten anzupassen, und sie bis zur Fälligkeit halten. Der Verkauf einer Anleihe kann diesen Anpassungsprozess beeinträchtigen, und die Realisierung von Gewinnen und Verlusten vor Fälligkeit einer Anleihe kann für die Versicherer steuerliche Auswirkungen haben. Die Inflexibilität in den Portfolios von Versicherern und ähnlichen Buy-and-Hold-Anlegern bietet aktiven Anlegern die Möglichkeit, flexibler auf Veränderungen der Bewertungen und der Fundamentaldaten von Unternehmen zu reagieren.

Ebenso haben einige Anleger interne oder von Kunden aufgestellte Richtlinien, die sie zwingen, Anleihen zu verkaufen, wenn sich ihr Ratingprofil ändert. Wenn beispielsweise eine Anleihe von BBB auf BB herabgestuft wird, sind bestimmte Anleger gezwungen, zu einem Zeitpunkt zu verkaufen, der sich später als Tiefpunkt für die Kreditqualität eines Unternehmens und als Höchststand der Spreads erweisen könnte.

Dann gibt es noch den direkten und indirekten Einfluss der Zentralbanken. Im Zuge der Finanzkrise haben die



Jeroen Potma
Investment Director
Euro Credit
Loomis Sayles

Die wichtigsten Erkenntnisse:

- Aktive Anleger können die zahlreichen Ineffizienzen des Euro-Kreditmarktes nutzen, um Portfolios zu erstellen, die über den Zyklus hinweg eine Outperformance erzielen;
- Ein "konservativer Alpha"-Ansatz, der eine Top-Down-Marktbetrachtung mit einer Bottom-Up-Fundamentalanalyse von Unternehmen kombiniert und durch eine Beta-orientierte Risikoausrichtung untermauert wird, kann zu überdurchschnittlichen risikobereinigten Renditen führen;
- Das Loomis Sayles Euro Credit-Team kombiniert diesen "konservativen Alpha"-Ansatz mit modernsten Datenanalysefunktionen, um konsistentes Alpha zu generieren.

Zentralbanken weltweit aktiv grosse Mengen an Anleihen gekauft, häufig ohne Rücksicht auf den Preis. Dies kommt aktiven Anlegern zugute, die bei der Beurteilung des relativen Werts der zugrunde liegenden Anleihen anspruchsvoller sind. Zwar haben die Zentralbanken ihre Geldpolitik gestrafft und in einigen Fällen ihre Anleihekaufprogramme gestoppt, doch könnten die Zentralbanken bei ungünstigen wirtschaftlichen Bedingungen ihr Engagement an den Anleihemärkten in Zukunft wieder verstärken.

Schliesslich gibt es noch den Trend zu passiven festverzinslichen Anlagen. Passive Anleger versuchen, die zugrunde liegenden Benchmarks zu minimalen Kosten nachzubilden. Dabei können sie jedoch ein relatives Engagement in ausgewählten Unternehmen aufbauen, und zwar nicht auf der Grundlage der zugrunde liegenden fundamentalen Kreditqualität, sondern häufig auf der Grundlage der von diesen Unternehmen begebenen Anleihen. Dies führt auch dazu, dass Anleihen aus fundamentaler Sicht falsch bewertet werden, was aktiven Anlegern zusätzliche Möglichkeiten bietet, einen relativen Wert zu entdecken.

Generierung von "konservativem Alpha"

Wie können aktive Anleger also Portfolios mit auf Euro lautenden Unternehmensanleihen zusammenstellen, die über den Zyklus hinweg eine Outperformance erzielen?

Die einfache Antwort lautet: mit Sorgfalt.

"Wir sagen gerne, dass wir konservatives Alpha generieren", sagt Jeroen Potma, Investment Director für das Euro Credit Team bei Loomis Sayles, einer Tochtergesellschaft von Natixis Investment Managers, "das heisst, wir sind umsichtig und sehr risikoorientiert."

Das Risiko-Rendite-Profil bei Krediten ist asymmetrisch, stellt Potma fest, wobei die Anleger regelmässig kleine Gewinne erzielen, aber einen erheblichen Wertverlust erleiden können, wenn ein Unternehmen, dessen Anleihen sie besitzen, in finanzielle Schwierigkeiten gerät.

Dieses idiosynkratische Risiko hat Loomis dazu bewogen, bei den von ihm verwalteten Portfolios auf ein hohes Mass an Diversifizierung zu setzen. In der Praxis wird dies dadurch erreicht, dass das Ausmass der Beta-Abweichung dieser Portfolios von ihren Benchmarks auf Ebene des Gesamtportfolios, des Sektors und des Emittenten begrenzt wird. Das Gesamtbeta der Portfolios kann zwischen 70% und 130% im Vergleich zur Benchmark liegen, wobei wir in der Regel zwischen 85% und 115% liegen. Auf Sektorebene weichen die Portfolios um nicht mehr als 5 % von der Benchmark ab, und auf Emittentenebene beträgt die Abweichung von der Benchmark nicht mehr als 3 %.

Potma sagt: "Wenn wir mit strukturell höheren Betas arbeiten, wie es einige unserer Konkurrenten tun, kann eine erhebliche Volatilität in den Renditeprofilen eines Portfolios und dem Ausmass, in dem diese Portfolios ihre jeweiligen Benchmarks übertreffen, entstehen. Im Gegensatz dazu versuchen wir, die Volatilität zu begrenzen und eine beständigere und besser vorhersehbare Outperformance zu erzielen. Wichtig ist, dass wir nicht versuchen, Alpha durch Durationspositionierung zu generieren. Wir konzentrieren uns stattdessen darauf, Bewegungen bei den Kreditspreads zu erfassen und steuern die Duration unserer Portfolios daher sehr eng an die Duration ihrer jeweiligen Benchmarks an."

Durch den Einsatz von Derivaten stellt das Team sicher, dass die Portfolios die gleiche Duration haben wie ihre jeweiligen Benchmarks.

Potma fährt fort: "Wir haben auch eine ganze Reihe von Analysen durchgeführt, um die Diversifizierung unseres Ansatzes zu untersuchen, wenn unsere Strategie mit anderen Euro Credit Managern kombiniert wird. In der Regel stellen wir fest, dass wir im Kontext eines Euro-Kreditportfolios ein echter Diversifikator sind. Wenn wir einem Portfolio mit einer Allokation in andere Euro-Kreditmanager hinzugefügt werden, führt dies tendenziell zu einer Verbesserung der Risiko-Rendite-Metrik auf Portfolioebene."

Outperformance durch relativen Wert

Neben dem Top-Down-Blick auf die Kreditmärkte, der das Risikoniveau festlegt, mit dem das Team seine Portfolios verwalten will, versucht das Euro Credit-Team auch, Alpha zu generieren, indem es seine Bottom-Up-Analyse der Fundamentaldaten von Unternehmen und des relativen Werts nutzt.

Die Struktur des Loomis Sayles Euro Credit-Teams ist nach Ansicht von Potma ein wichtiger Faktor für seine Fähigkeit, Alpha zu generieren. Erstens führt es die gesamte Kreditanalyse intern durch. Zweitens kombiniert es im Gegensatz zu traditionellen Investmentteamstrukturen die Rollen des Portfoliomanagers und des Sektoranalysten/Spezialisten.

"Durch die Kombination dieser Rollen erhält man ein Mass an Verbundenheit mit den Entscheidungen, dass bei der traditionellen Konstellation von Portfoliomanager und Analyst nicht immer gegeben ist, bei der die Analysten den Portfoliomanagern Ideen vorlegen, in der Hoffnung, dass einige davon auch umgesetzt werden", sagt Potma. Im Loomis Sayles Euro Credit Team übernehmen alle Portfoliomanager die Verantwortung für die Entwicklung, Umsetzung und Überwachung ihrer Handelsideen.

Das Kredit-Research umfasst unter anderem eine Analyse des Geschäftsmodells und der Strategie eines Unternehmens, der Qualität des Managementteams, des Liquiditätsprofils, der Bilanzstärke, der Wettbewerbspositionierung im Vergleich zu Branchenkollegen und des Ausmasses, in dem sich das Unternehmen positioniert, um in einer Gesellschaft, die mehr Wert auf Nachhaltigkeit legt, relevant zu bleiben und zu gedeihen. Die ESG-Analysen werden von den jeweiligen Sektorspezialisten innerhalb des Euro Credit-Teams durchgeführt.

"Wir betrachten ESG als einen Schlüsselfaktor, der bei der Beurteilung der Kreditqualität eines Unternehmens analysiert werden muss", sagt Potma. "Da unsere Sektorspezialisten mit den Unternehmen über deren Strategie und Finanzen sprechen, sind sie in der idealen Position, um auch über die ESG-Performance aussagekräftig zu berichten."

Wenn das Loomis Sayles Euro Credit Team mit der fundamentalen Kreditqualität eines Emittenten zufrieden ist, besteht der nächste Schritt im Anlageprozess darin, zu bestimmen, welche Anleihen oder Schuldtitel dieses Emittenten die besten risikobereinigten Erträge bieten. Zu den aufgeworfenen Fragen gehört beispielsweise, ob die Anleger für eine Verlängerung der Laufzeiten oder den Wechsel von einer vorrangigen Anleihe zu einem nachrangigen Instrument ausreichend belohnt werden, und zwar in Form einer zusätzlichen Marge.

"Die Information Ratio ist unser wichtigster Indikator dafür, ob unser "konservatives Alpha"-Investitionsverfahren funktioniert", sagt Potma. "Wenn wir die richtigen Investitionsentscheidungen treffen, kann unsere Information Ratio beeindruckend sein." Die hohe Information Ratio ist das Ergebnis der Alpha-Generierung in Kombination mit einem relativ geringen Tracking Error.

Bei Krediten dreht sich alles um die Daten

Bei Loomis Sayles ist man der festen Überzeugung, dass Datenmanagement und -analyse ein wesentlicher Baustein für das Ziel des Unternehmens sind, eine starke risikobereinigte Performance für seine Kunden zu erzielen. Dies führte schliesslich zur Entwicklung einer proprietären Echtzeit-Daten- und Analyseplattform namens In2!. Die In2!-Plattform stellt den Anlageteams massgeschneiderte Tools zur Verfügung, die für eine effektive und aktive Verwaltung der Kundenportfolios erforderlich sind.

Die In2!-Plattform ist für das Euro Credit-Team von erheblichem Wert, da sie die Entwicklung mehrerer proprietärer Anwendungen ermöglicht hat, die den Anlageprozess des Teams und seine Fähigkeit zur Generierung

von Alpha in einem Segment der Kapitalmärkte unterstützen, das eine riesige Menge an Daten umfasst.

Diese Anwendungen ermöglichen es dem Team zum Beispiel, seine Portfolios aus zahlreichen Blickwinkeln zu betrachten, während sie gleichzeitig die Generierung von Handelsideen unterstützen und neue Tools für das Risikomanagement bereitstellen. Darüber hinaus erleichtert die In2!-Plattform die Speicherung der vom Team erstellten Informationen und Analysen.

"Wir konzentrieren uns auf eine risikoadjustierte Performance und haben viel Geld in unsere IT-Systeme/ Dateninfrastruktur investiert, um unseren Portfoliomanagern die bestmögliche Chance zu geben, Alpha zu generieren", sagt Potma.

Wichtig ist, dass die Technologieplattform auch die ESG-Analysen des Teams unterstützt und es dem Team ermöglicht, seinen Kunden ein massgeschneidertes ESG-Reporting zu liefern.

Renditeerwartungen und Marktausblick

Das Loomis Sayles Euro Credit Team setzt sich ein Outperformance-Ziel über den Zyklus von 75 bis 125 Basispunkten pro Jahr, abhängig von der zugrunde liegenden Benchmark (z.B. Investment Grade oder High-Yield) und ESG-bezogenen Restriktionen. Potma fügt hinzu: "Da das Team nun die ersten 3-Jahres-Track-Records für die Loomis Sayles Euro Credit-Strategie und die Loomis Sayles Euro High Yield-Strategie gefeiert hat, können wir eindeutig feststellen, dass das Team in diesem Zeitraum in der Lage war, diese Ziele zu übertreffen."

Der konservative Alpha-Ansatz sollte als Kernbestandteil jeder Kreditallokation betrachtet

werden, meint Potma. "Wenn Sie ein übermässiges Risiko in der Anlageklasse Kredit vermeiden wollen, dann ist der konservative Alpha-Ansatz sinnvoll. Niemand wird es Ihnen verübeln, wenn Sie in einer Hausse etwas weniger als ein risikoreicher Manager abschneiden, während Sie in einer Baisse viel besser gegen Kursverluste geschützt sind. Für diejenigen, die von der Anlageklasse überzeugt sind, kann es jedoch sinnvoll sein, einen Manager mit höherem Beta in Verbindung mit einer Allokation in "konservatives Alpha" hinzuzufügen.

Die Reihen der Bullen könnten sich sogar noch weiter lichten. Das in den letzten ein bis zwei Jahren wiedererwachte Interesse an festverzinslichen Anlagen hat dazu geführt, dass beträchtliche Kapitalbeträge in den Euro-Kreditbereich investiert wurden. Nichtsdestotrotz gibt es immer noch Anleger, die überlegen, wann sie die Duration ihrer Portfolios erhöhen sollten. Euro-Unternehmensanleihen weisen heute deutlich höhere Renditen auf als in den letzten Jahren.

"Kredite sind angesichts günstiger technischer Daten und angemessener Bewertungen nach wie vor eine attraktive Anlageklasse und sollten als Kernbestandteil von Rentenportfolios betrachtet werden. Anleger, die immer noch eine Untergewichtung der Duration aufweisen, sollten diese Position schliessen, indem sie ihre Allokation in Krediten in mehreren Schritten erhöhen, da sich das 'perfekte' Timing eines Einstiegs angesichts der Volatilität der Zinsen und Spreads als sehr schwierig erweisen könnte", fügt Potma hinzu.

Veröffentlicht im März 2023

Weitere Anmerkungen

Dieses Dokument wurde zu Informationszwecken ausschliesslich Finanzdienstleistern oder anderen professionellen Kunden oder qualifizierten Investoren und, soweit aufgrund lokaler Bestimmungen erforderlich, nur auf deren schriftlicher Anfrage zur Verfügung gestellt. Dieses Material ist nicht für Privatanleger bestimmt. Es liegt in der Verantwortung eines jeden Finanzdienstleisters sicherzustellen, dass das Angebot oder der Verkauf von Fondsanteilen oder Wertpapierdienstleistungen Dritter an seine Kunden im Einklang mit den jeweiligen nationalen Gesetzen steht.

Einen Überblick über die Anlegerrechte in der Amtssprache Ihres Landes finden Sie auf der Website unter dem Abschnitt „rechtliche Informationen (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

In der Schweiz: Dieses Dokument wird von Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genf, Schweiz, oder dessen Repräsentanz in Zürich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich, ausschliesslich zu Informationszwecken herausgegeben.

Die oben erwähnte Gesellschaft ist eine Geschäftsentwicklungseinheit von Natixis Investment Managers, einer Holdinggesellschaft mit einem breit gefächerten Angebot spezialisierter Vermögensverwaltungseinheiten und Distributionsgesellschaften weltweit. Die Vermögensverwaltungstochtergesellschaften der Natixis Investment Managers führen regulierte Tätigkeiten nur in und von Jurisdiktionen aus/durch, in denen sie hierzu lizenziert oder autorisiert sind. Ihre Dienstleistungen und die Produkte, die sie verwalten, sind nicht allen Investoren in allen Jurisdiktionen zugänglich.

Obwohl Natixis Investment Managers die in diesem Dokument bereitgestellten Informationen, einschliesslich der Informationen aus Drittquellen, für vertrauenswürdig hält, kann die Richtigkeit, Angemessenheit oder Vollständigkeit dieser Informationen nicht garantiert werden.

Die Bereitstellung dieses Dokuments und/oder Bezugnahmen auf bestimmte Wertpapiere, Sektoren oder Märkte in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung oder eine Anlageempfehlung oder ein Angebot, Wertpapiere zu erwerben oder zu veräussern, oder ein Angebot von Dienstleistungen dar. Investoren sollten Anlageziele, Risiken und Kosten einer jeden Investition zuvor sorgfältig prüfen. Die Analysen, Meinungen und bestimmte Anlagethemen und Verfahren, auf die in diesem Dokument verwiesen wird, geben die Ansichten des Portfoliomanagers zum angegebenen Datum wieder. Sowohl diese als auch die dargestellten Portfoliobestände und Portfolioeigenschaften unterliegen einer stetigen Veränderung. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass Entwicklungen in der Form eintreten, wie sie in diesem Dokument gegebenenfalls prognostiziert wurden.

Dieses Dokument darf nicht, auch nicht teilweise, verbreitet, veröffentlicht oder reproduziert werden.

Alle Beträge in diesem Dokument sind in USD ausgewiesen, sofern nichts anderes angegeben ist.

Natixis Investment Managers sind berechtigt, die Vermarktung dieses Fonds nach Maßgabe der jeweils geltenden Rechtsvorschriften zu beenden

NATIXIS INVESTMENT MANAGERS INTERNATIONAL - Französische Aktiengesellschaft mit Verwaltungsrat Diese Mitteilung dient ausschliesslich der Information und ist für Wertpapierdienstleister oder andere professionelle Kunden bestimmt. Die hierin enthaltenen Analysen und Meinungen stellen die subjektiven Ansichten des Autors dar, sofern nicht anders angegeben, und können sich ändern. Es kann nicht garantiert werden, dass die Entwicklungen so eintreten, wie sie in diesem Material prognostiziert werden.

Copyright © 2023 Natixis Investment Managers S.A. - Alle Rechte vorbehalten

Loomis, Sayles & Company, L.P.

Eine Tochtergesellschaft von Natixis Investment Managers. Anlageberater, registriert bei der U.S. Securities and Exchange Commission (IARD Nr. 105377). One Financial Center, Boston, MA 02111, USA. www.loomissayles.com

Natixis Investment Managers

RCS Paris 453 952 681. Aktienkapital: €237 087 487.
43 avenue Pierre Mendès France 75013 Paris, Frankreich.
www.im.natixis.com